

Naar een beter beeld van Nederlands netto bezittingen in het buitenland

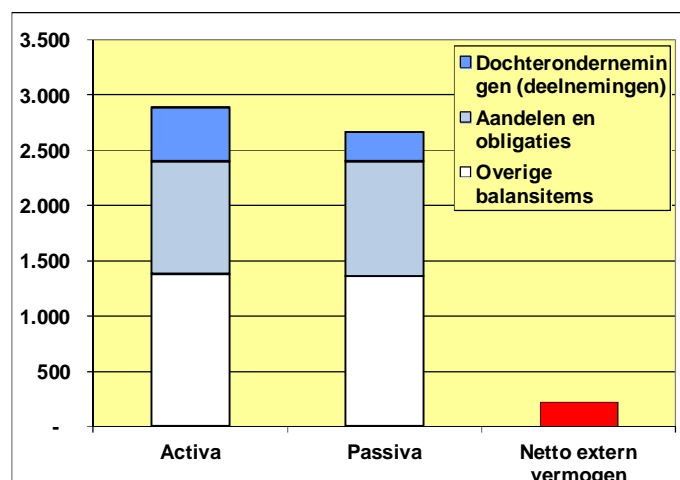
1 Inleiding

Voor Nederland stelt DNB elk kwartaal de netto buitenlandse bezittingen vast. Het IMF schrijft voor om daarbij naar zo actueel mogelijke cijfers tegen marktwaarde te streven. Dat vereist voor grensoverschrijdende kapitaaldeelnames in dochterondernemingen schattingen, omdat hiervan doorgaans alleen boekwaarden bekend zijn en die zijn doorgaans minder actueel. Bij ophoging van deze (meestal) lagere boekwaarden naar marktwaarden blijkt Nederland rijker dan volgens de gebruikelijke opstelling, waarin deelnemingen tegen boekwaarde worden meegeteld. Het verschil liep het afgelopen decennium herhaaldelijk op tot boven de EUR 100 miljard, soms zelfs EUR 200 miljard. Eind 2011 bedroeg het EUR 72 miljard, een derde van het netto buitenlandse bezit vóór aanpassing (EUR 224 miljard). Waar dat verschil van af hangt en hoe DNB het schat om ook een marktwaarde van het netto externe vermogen te kunnen publiceren, is het onderwerp van dit artikel. Inzicht daarin is temeer van belang nu Europese landen hebben afgesproken elkaars financiële positie ten opzichte van het buitenland kritischer te gaan volgen aan de hand van een zogeheten macro-economisch scorebord. Daarop heeft naast het lopende rekeningssaldo ook het netto externe vermogen een prominente plaats.

Nederland is vanouds een land met veel buitenlandse bezittingen. De buitenlandse activa van Nederland bestaan voor een groot deel uit beleggingen, leningen en deposito's en dochtermaatschappijen van de vele multinationals met een hoofdzetel in ons land. In totaal bedroegen de buitenlandse activa ultimo 2011 EUR 2.898 miljard (grafiek 1). Tegenover de omvangrijke vorderingen op het buitenland staan ook hoge verplichtingen; de passiva bedroegen in 2011 EUR 2.673 miljard. Het verschil tussen die twee is het zogeheten netto externe vermogen, dat in 2011 EUR 224 miljard bedroeg.

Van belang voor de hoogte van het netto extern vermogen is hoe de waarde wordt vastgesteld van activa en passiva. De meeste buitenlandse activa en passiva worden bij de bepaling van het externe vermogen meegeteld tegen hun *actuele* waarde; van beleggingen in aandelen en obligaties bijvoorbeeld zijn actuele beurskoersen beschikbaar. Het externe vermogen bevat echter ook activa (en passiva) waar géén actuele marktwaarde van beschikbaar is: de in het buitenland gevestigde dochtermaatschappijen van Nederlandse multinationals (en omgekeerd) die tegen de doorgaans lagere boekwaarde worden meegenomen. Daardoor worden gerekend in euro's vooral de activa onderschat (die zijn het omvangrijkst). Dat is niet zonder betekenis voor het netto externe vermogen, want grensoverschrijdende kapitaaldeelnames - belangen vanaf 10% - vertegenwoordigen aanzienlijke bedragen.

Grafiek 1 Buitenlandse activa en passiva op de balans van Nederland (mrd EUR, eind 2011)



DNB bepaalt het externe vermogen volgens internationaal afgesproken regels, maar het is niet eenvoudig om dat te doen met de bril van “de markt” op, zoals het IMF voorschrijft met het oog op een zo actueel en realistisch mogelijk beeld.¹ Dat komt doordat simpelweg niet van alle buitenlandse activa of passiva bekend is wat voor waarde de markt er aan zou toekennen, een probleem waarmee ook zusterinstellingen van DNB in het buitenland kampen. Voor de actuele waarde van aandelen waarin belegd is, of voor de waarde van een concern als geheel kan nog gekeken worden naar beurskoersen, maar niet bekend is bijvoorbeeld hoe “de markt” specifieke onderdelen van concerns zou waarderen, zoals bijvoorbeeld de dochterondernemingen in Canada van een Nederlands concern. DNB volgt daarom de internationale praktijk om bedragen voor die dochters te ontlenen aan de boekhoudingen van concerns en dochterondernemingen zelf. Net als in andere landen wordt dan, bij gebrek aan informatie, geaccepteerd dat dergelijke boekwaarden meestal lager zullen zijn dan de ermee corresponderende marktwaarden. Boekwaarden worden in de regel immers volgens boekhoudkundige principes van voorzichtigheid vastgesteld. Tevens zijn in boekwaarden, anders dan in beurskoersen, niet begrepen de doorgaans in de markt heersende (positieve) winstverwachtingen voor de toekomst.²

Gevolg: de *onderdelen* van concerns worden in het externe vermogen tegen een lager bedrag meegeteld dan het bedrag waarmee ze bijdragen aan de beurswaarde van de *totale* concerns. Uitgaande en inkomende deelnemingen (concernonderdelen) worden door deze praktijk onderschat. Het door elkaar gebruiken van boek- en marktwaarde is niet bevorderlijk voor een goed inzicht in de netto bezittingen van Nederland. Dat valt ook te illustreren voor individuele concerns zoals Royal Dutch Shell. Wanneer de aandelen van buitenlandse beleggers in dit Nederlandse concern tegen beurswaarde worden meegeteld als passiva van Nederland, maar de buitenlandse dochters tegen een (veel) lagere boekwaarde, dan is duidelijk dat de netto bezittingen van ons land worden vertekend.

Hoe de vertekening *per saldo* uitpakt voor de hoogte van het netto externe vermogen, verschilt van land tot land. Een bijkomend probleem bij het interpreteren van *ontwikkelingen* is dat de vertekeningen niet constant zijn, maar in het bijzonder afhangen van het beursklimaat: hoe optimistischer beleggers, hoe groter ook de kloof tussen markt- en boekwaarde.

In Nederland worden de activa, dat wil zeggen de uitgaande deelnemingen, voor een groter bedrag onderschat dan de passiva. Dat komt doordat Nederlandse bedrijven al jaren voor een aanzienlijk groter bedrag aan buitenlandse dochters bezitten dan buitenlandse bedrijven in Nederland (min of meer gelijke procentuele vertekeningen zijn daardoor gerekend in euro's bij de activa al gauw groter dan bij de passiva). In 2011 bedroegen de uitgaande en inkomende deelnemingen EUR 489 respectievelijk EUR 271 miljard (boekwaarde, grafiek 1). Ons netto externe vermogen valt dan ook doorgaans miljarden euro's hoger uit (zie hierna) bij een meer marktconforme waardering van kapitaal deelnemingen.

De hoogte en ontwikkeling van ons netto buitenlandse bezit hangen sterk af van wat ons land over houdt aan de handel met het buitenland (par. 2). Dat netto bezit is daarnaast sterk afhankelijk van hoe activa en passiva worden gewaardeerd. Dat geldt temeer daar Nederland omvangrijke buitenlandse activa en passiva heeft waarvan zelfs kleine procentuele vertekeningen al grote gevolgen in euro's kunnen hebben. Centraal in dit artikel staat daarom een methode die DNB heeft ontwikkeld om boekwaarden te vertalen naar marktwaarden (par. 3). Eerste uitkomsten wijzen erop dat ons netto externe vermogen in de periode 2004-2011 werd onderschat. De onderschatting liep soms op tot circa EUR 140 miljard. Het beursklimaat speelde daarbij een belangrijke rol (par. 4).

¹ Dat geldt in principe ook voor de vele bijzondere financiële instellingen (BFI's) die Nederland kent, vrijwel “lege” dochters van buitenlandse concerns die fungeren als financiële draaischijven tussen derde landen. In dit geval zijn afwijkingen van de regels echter neutraal voor het netto externe vermogen: voorzover op balansen van BFI's de eigen vermogens, dat wil zeggen buitenlandse *passiva*, niet marktconform zijn gewaardeerd, zijn die afwijkingen het spiegelbeeld van even grote afwijkingen bij de buitenlandse *activa*. BFI's blijven daarom verder buiten beschouwing.

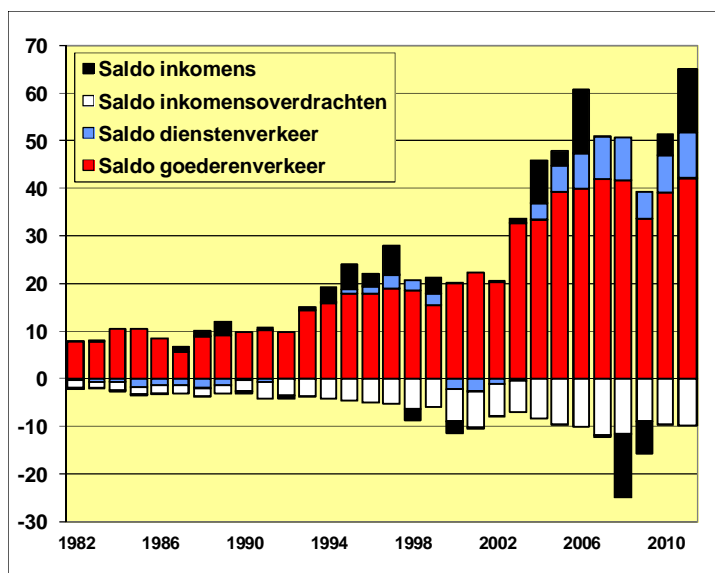
² Slechts bij overname door een ander bedrijf zou de marktwaarde van een dochter enige tijd kunnen worden benaderd met het bedrag dat de nieuwe moeder er op het moment van overname voor over had (en in de eigen boeken hanteert).

2 Naast lopende rekeningoverschotten ook andere factoren belangrijk voor extern vermogen

Nederland dankt veel van zijn welvaart aan de gunstige ligging in Noordwest-Europa. De export en import van goederen en diensten zijn door de jaren heen in belang toegenomen. Dankzij de export van agrarische en chemische producten, vervoersdiensten en vele andere vormen van hoogwaardige dienstverlening verdient Nederland aanzienlijke netto bedragen aan de handel met het buitenland. De laatste drie jaren bedroeg het overschot op de goederen- en dienstenbalans gemiddeld zo'n EUR 40 miljard (grafiek 2). Het totale overschot op de lopende rekening is overigens meestal lager. Dat komt bijvoorbeeld doordat jaarlijks zo'n EUR 10 miljard aan inkomen wordt overgedragen aan Europese instellingen, aan buitenlandse familieleden en ontwikkelingssamenwerking.

Transacties op de lopende rekening, waarvan het saldo per definitie gelijk is aan het nationale spaaroverschot, resulteren in even grote veranderingen in onze buitenlandse vorderingen en verplichtingen. Exportopbrengsten bijvoorbeeld kunnen neerslaan in buitenlandse banktegoeden van de exporteur zelf of van de binnenlandse bank waar hij bij bankiert. Verwacht zou dan ook mogen worden dat onze lopende rekeningoverschotten, afgezien van andere factoren, door de jaren heen tot een aanzienlijke stijging van netto-vorderingen op het buitenland hebben geleid.

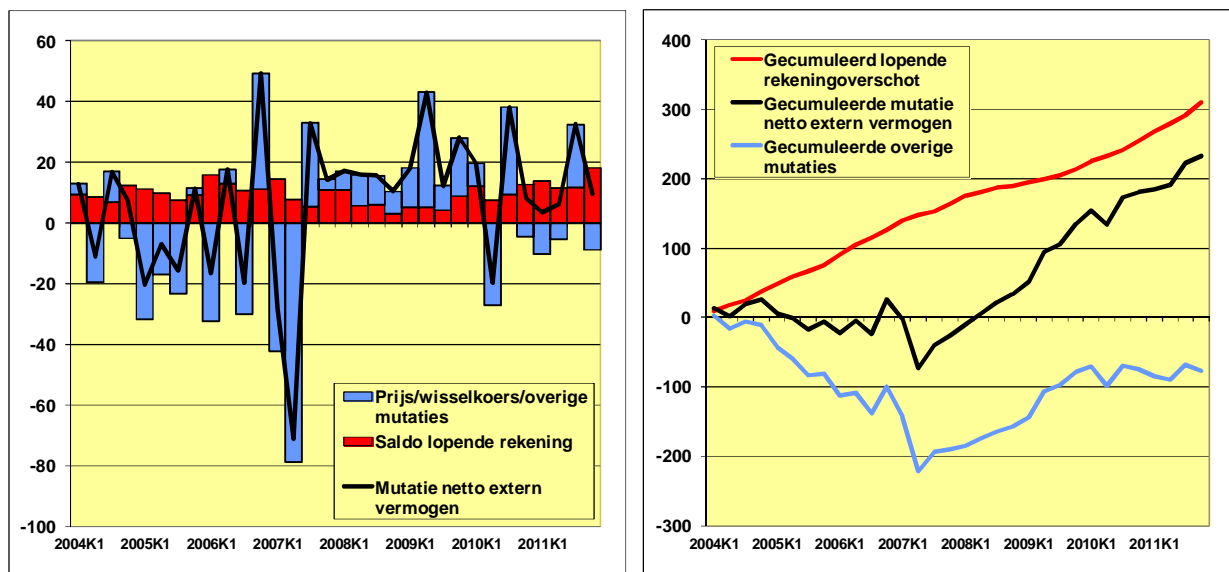
Grafiek 2 – Samenstelling van het saldo lopend verkeer met het buitenland (mrd EUR)



In werkelijkheid leiden buitenlandse activa en passiva al vele decennia ook “een eigen leven”, dat mede bepaald wordt door het sterk gegroeide internationale kapitaalverkeer sinds dat is geliberaliseerd. Dat geldt vooral ook voor Nederland, gekenmerkt door een omvangrijke financiële sector, de aanwezigheid van tal van multinationals en hoge besparingen voor de oude dag die pensioenfondsen in het buitenland beleggen.

In 2011 waren de buitenlandse activa en passiva, met bedragen van EUR 2.898 resp. EUR 2.673 miljard, beide reeds meer dan 50 maal zo hoog als het overschot op de lopende rekening. Het illustreert hoe belangrijk ook andere factoren, waaronder ook de wijze van waarderen van financiële activa of passiva, inmiddels geworden zijn voor de hoogte en het beloop van het externe vermogen van ons land. Vanaf 2004 tot en met 2011 nam dat netto vermogen toe van een bedrag om en nabij nul tot EUR 224 miljard. Dat bedrag werd bepaald door lopende rekeningoverschotten, opgeteld over de periode 2004-2011 ruim EUR 310 miljard, maar ook de invloed van prijs-, wisselkoers- en overige mutaties was met een drukkend effect van circa EUR 100 miljard zeer aanzienlijk (grafiek 3 bevat cijfers over deze mutaties vanaf 2004, het eerste jaar na invoering van nieuwe enquêtes door DNB).

Grafiek 3 – Ontwikkeling van het netto externe vermogen (mrd EUR)



Prijs/wisselkoers/overige mutaties hadden in de eerste drie à vier jaren van de hier beschouwde periode (2004-2011) een negatief effect op het netto externe vermogen, daarna een positief effect. Deze afwijkingen ten opzichte van de onderliggende trend in het externe vermogen zouden aanzienlijk kleiner zijn geweest, zo zal hierna worden geïllustreerd, wanneer op de balans van Nederland niet alleen beursgenoteerde aandelen hadden kunnen meebewegen met de beurskoersen maar ook grensoverschrijdende deelnemingen.³

3 Het schatten van marktwaarden uit boekwaarden

In de boekhouding van een onderneming geeft het eigen vermogen aan wat die onderneming waard is, dat wil zeggen volgens algemeen geldende boekhoudkundige regels. Die boekwaarde is onder normale omstandigheden, dat wil zeggen bij positieve vooruitzichten, lager dan de marktwaarde, het bedrag dat “de markt” bereid zou zijn voor de onderneming te betalen. Doordat DNB in het externe vermogen (dochter)ondernemingen opneemt tegen boekwaarde vallen zowel de activa (uitgaande deelnemingen) als de passiva (inkomende deelnemingen) lager uit dan bij waardering tegen de marktwaarde. In de praktijk is de zogeheten *value gap*, het verschil tussen markt- en boekwaarde, dus meestal positief.

In deze paragraaf wordt beschreven hoe dergelijke vertekeningen van zowel inkomende als uitgaande deelnemingen tegen boekwaarde zijn gecorrigeerd en en hoe ze beide op marktwaarde zijn gebracht. Daarbij zijn drie categorieën bedrijven onderscheiden.

³ Denk aan het hiervoor reeds genoemde voorbeeld van Shell: bij aantrekkende beurzen nemen wel de buitenlandse beleggingen in Shell toe maar niet de waarden van Shell’s buitenlandse dochters; het netto vermogen van Nederland daalt dan door puur statistische inconsistenties.

Schema – Van boek- naar marktwaarde

a. Bedrijf met hoofdzetel in Nederland		b. Bedrijf met hoofdzetel in het buitenland <i>Buïl.doughters tegen nettovermogenswaarde</i>		c. Bedrijf met hoofdzetel in het buitenland <i>Buïl.doughters tegen historische kostprijs</i>	
Boekwaarde eigen vermogen	20	Boekwaarde eigen vermogen	20	Boekwaarde eigen vermogen	26
Marktwaarde (beurswaarde)	32	Marktwaarde schatting (1,6 x 20)	32	Marktwaarde schatting (1,6 x 26 / 1,3)	32
MW/BW = 32/20 = 1,6		(1,6: gemiddelde groep a)		(half zo groot verschil MW/BW als groep a)	
Value gap	12	Value gap	12	Value gap	6
Operationeel concernresultaat	3	Operationeel resultaat	3	Operationeel concernresultaat	3
Wv winst uit buitenland	2	Wv winst uit buitenland	2	Wv winst uit buitenland	2
Aandeel buitenland	2/3	Aandeel buitenland	2/3	Aandeel buitenland	2/3
Buitenlandse dochter (nettoverm.waarde)	10	Buitenlandse dochter (nettoverm.waarde)	10	Buitenlandse dochter (hist.kostprijs)	14
Toegerekend deel value gap (2/3 x 12)	8	Toegerekend deel value gap (2/3 x 12)	8	Toegerekend deel value gap (2/3 x 6)	4
Buitenl.dochter (marktwaarde)	18	Buitenl.dochter (marktwaarde)	18	Buitenl.dochter (marktwaarde)	18
Aanpassing buitenlandse activa	8	Aanpassing buitenlandse activa	8	Aanpassing buitenlandse activa	4
Aanpassing buitenlandse passiva	0	Aanpassing buitenlandse passiva	12	Aanpassing buitenlandse passiva	6
Netto aanpassing	8	Netto aanpassing	-4	Netto aanpassing	-2

a. Ondernemingen met hoofdzetel (concerntop) in Nederland

Bij een concern met een hoofdzetel in Nederland zijn het overwegend uitgaande deelnemingen die aanpassing behoeven (afgezien van buitenlandse (minderheids)belangen in het Nederlandse concern; zie hierna). Om uitgaande deelnemingen te kunnen aanpassen wordt eerst de value gap bepaald, het verschil tussen de markt- en boekwaarde van het Nederlandse concern. Onder de *boekwaarde* wordt hier verstaan het eigen vermogen van het concern op een (wereldwijd) geconsolideerde balans, zijnde het verschil tussen de activa en het vreemde vermogen van alle concernonderdelen met uitzondering van de vorderingen en verplichtingen ten opzichte van elkaar.⁴ Als *marktwaarde* is voor beursgenoteerde concerns genomen de zogeheten marktkapitalisatie, het aantal uitstaande aandelen maal de beurskoers ervan. Met de (ongewogen) gemiddelde verhouding tussen markt- en boekwaarde van deze concerns is ook voor *niet*-beursgenoteerde bedrijven met een hoofdzetel in Nederland uit de boekwaarde een marktwaarde geschat.

Voor een eventuele value gap zijn concernonderdelen in binnen- en buitenland verantwoordelijk, maar de mate waarin ze er elk afzonderlijk aan bijdragen is niet bekend. Welk deel van de value gap is toe te rekenen aan binnen- en buitenlandse concernonderdelen, is dan ook hooguit bij benadering vast te stellen, bijvoorbeeld door te kijken naar hun bijdragen aan de totale concernactiviteit, afgemeten aan onder andere balanstotalen. In het geval van *financiële* instellingen, meest banken, is aangenomen dat die balanstotalen dankzij solvabiliteitseisen voldoende samenhangen met eigen vermogen om dát laatste te kunnen gebruiken bij het naar rato verdelen van de value gap. Heeft een Nederlandse moedermaatschappij bijvoorbeeld een eigen vermogen van 1000 en heeft ze een buitenlandse deelneming van 600 (het eigen vermogen van de buitenlandse dochter), dan is 60% van de value gap toegerekend aan de buitenlandse dochter en 40% aan de moedermaatschappij in Nederland.

Voor *niet-financiële* instellingen is deze weg meestal niet begaanbaar. Een buitenlandse dochter vertegenwoordigt vaak veel meer (of juist veel minder) activiteiten dan aan het eigen vermogen valt af te lezen. Een bruikbaarere indicator voor de bijdrage aan activiteiten en value gap is dan de gemaakte winst (het behaalde operationele resultaat). Over het in het buitenland behaalde deel hiervan dienen Nederlandse bedrijven aan DNB te rapporteren. Vergelijking met het binnenlandse deel geeft dan een sleutel voor het

⁴ Op dezelfde wijze kan, op basis van dezelfde boekhoudkundige regels, de waarde van individuele (buitenlandse) dochters worden vastgesteld: als het verschil tussen alle activa en het vreemde vermogen van die dochters onder weglating van vorderingen en schulden binnen concernverband. Het is op basis van deze zogeheten *nettovermogenswaarde* dat over buitenlandse dochters aan DNB dient te worden gerapporteerd.

verdelen van value gaps over binnen- en buitenland. Met de buitenlandse aandelen in de value gaps kunnen dan de uitgaande deelnemingen van boek- op marktwaarde worden gebracht (zie schema).⁵

b. Ondernemingen met buitenlandse hoofdzetel – buitenlandse dochters tegen nettovermogenswaarde

Een Nederlandse onderneming kan behoren tot een concern met een hoofdzetel in het buitenland. In dat geval komt de inkomende deelneming in zo'n onderneming, het eigen vermogen, in aanmerking voor een aanpassing van boek- naar marktwaarde. De inkomende deelneming is immers tegen boekwaarde aan DNB gerapporteerd. De *omvang* van de aanpassing – de value gap, het verschil tussen marktwaarde en eigen vermogen – hangt onder meer af van de manier waarop een onderneming haar buitenlandse dochters waardeert (zie hierna). Vandaar dat hier twee categorieën b en c worden onderscheiden. In beide gevallen echter wordt de marktwaarde van de inkomende deelneming verkregen door bij de boekwaarde de value gap op te tellen.

Voor ondernemingen in categorie b geldt dat ze hun binnen- en/of buitenlandse *dochters* op dezelfde manier waarden als ondernemingen in categorie a, tegen nettovermogenswaarde. Dan is per definitie ook het *eigen vermogen* van de onderneming (de sluitpost) vergelijkbaar met dat van ondernemingen uit categorie a. Aangenomen is dat het eigen vermogen dan ook even veel verschilt van de marktwaarde als bij ondernemingen uit categorie a. In het schema is dezelfde factor 1,6 (MW/BW) gehanteerd, dus een value gap van 60%, voor ondernemingen uit de categorieën a en b.

Heeft de onderneming dochterondernemingen in het buitenland, en is dus tevens van uitgaande deelnemingen sprake, dan verloopt het op marktwaarde brengen daarvan verder op dezelfde manier als beschreven voor ondernemingen in categorie a.

c. Ondernemingen met buitenlandse hoofdzetel – buitenlandse dochters tegen historische kostprijs

Veel in Nederland gevestigde bedrijven met een buitenlandse hoofdzetel kunnen hun buitenlandse dochters slechts tegen historische kostprijs waarden; ze weten te weinig van die dochters om er een nettovermogenswaarde (zoals gedefinieerd onder a en geprefereerd door DNB) van te bepalen. Ze weten bijvoorbeeld niet hoeveel winsten die dochters (en de dochters dáárvan) in het buitenland hebben geherinvesteerd en hoeveel de waarde dus in de loop der tijd is toegenomen; dat weet vaak alleen de concerntop die weer elders in het buitenland is gevestigd (maar niet verplicht is aan DNB te rapporteren). In dat opzicht geeft een waardering tegen historische kostprijs dus een minder volledig beeld dan de nettovermogenswaarde. Daar staat tegenover - en aangenomen is vooralsnog ook dat het zwaarder weegt - dat in de historische kostprijs van buitenlandse dochters de goodwill is begrepen die er bij overname voor is betaald. Die in buitenlandse activa begrepen goodwill is vaak substantieel, waardoor het eigen vermogen van de Nederlandse onderneming navenant hoger uitvalt. Voor ondernemingen in deze categorie is daarom aangenomen dat het eigen vermogen, dus de inkomende deelneming, de hogere marktwaarde reeds beter benadert en dat de inkomende deelneming dus minder opwaartse aanpassing behoeft. De inkomende deelnemingen zijn daarom verhoogd met slechts de helft van het gemiddelde aanpassingspercentage in de categorieën a en b.⁶

Een bijzondere subcategorie vormen de zogeheten bijzondere financiële instellingen (BFI's). Hun activa of passiva zijn niet aangepast. In voetnoot 1 werd reeds aangegeven dat afwijkingen van

⁵ Behaalt een Nederlands concern zijn winst vooral in het *buitenland*, dan zal het grootste deel van de value gap dus eveneens aan het *buitenland* worden toegerekend. Een voorbeeld vormt Royal Dutch Shell. Eind 2009 bedroeg de uit openbare cijfers te berekenen value gap voor dit concern EUR 35 miljard (EUR 130 miljard marktwaarde minus EUR 95 miljard boekwaarde). Van de winst in het laatste kwartaal was X% (een vertrouwelijk percentage) uit het buitenland afkomstig. Op basis daarvan kan worden geschat dat de deelnemingen in het buitenland bij waardering tegen markt- in plaats van boekwaarde X% van 35 miljard hoger zouden zijn uitgevallen.

⁶ Dit is een vooralsnog arbitraire aanname die bijvoorbeeld in deel c van het schema op blz 4 tot uitdrukking komt in hogere boekwaarden van de buitenlandse dochter en het eigen vermogen van haar Nederlandse moeder. Bij een gevoeligheidsanalyse bleek het volledig dan wel in het geheel niet aanpassen van de inkomende deelnemingen te resulteren in een circa EUR 20 miljard hogere dan wel lagere bijstelling van het netto externe vermogen (gemiddelde over de beschouwde periode). In alle gevallen resulteerde aanpassing echter in een *opwaartse* bijstelling van het netto externe vermogen.

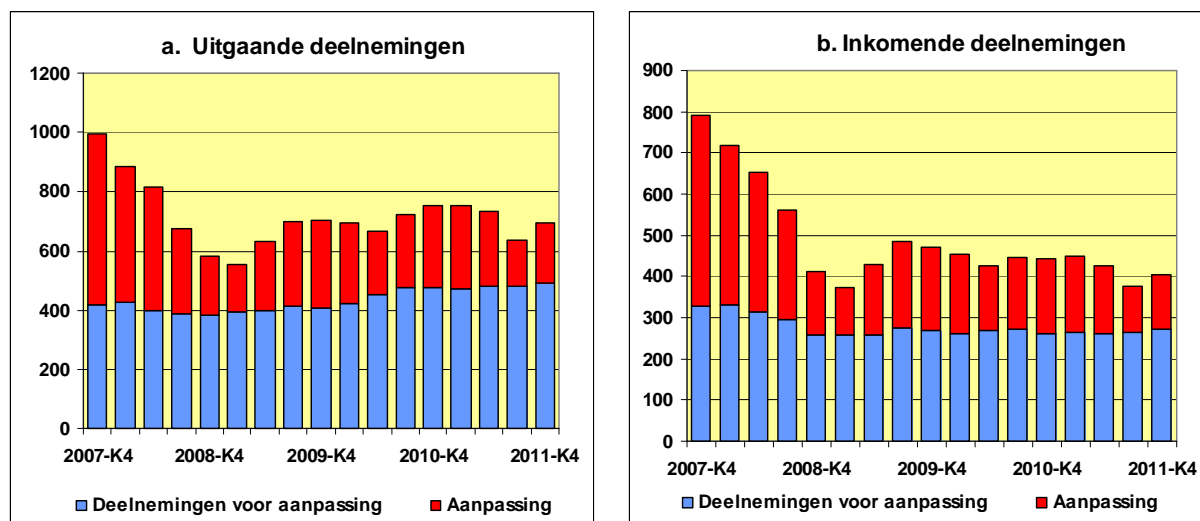
marktwaarden bij BFI's geen noemenswaardige effecten op het netto externe vermogen zullen hebben. Los daarvan kan bij BFI's de boekwaarde van activa en passiva (meestal gewaardeerd tegen historische kostprijs) vaak reeds als een betere benadering worden beschouwd van de marktwaarde dan bij andere in Nederland gevestigde ondernemingen. Dat komt doordat BFI's relatief vaker voorwerp zijn van transacties binnen concernverband (herstructureringen waarbij de eigendomsverhoudingen wijzigen), waardoor ook de historische kostprijs meestal actueler is.

Uit de drie hierboven onderscheiden categorieën zijn de belangrijkste ondernemingen aan een onderzoek onderworpen (categorie a integraal). Geanalyseerd zijn kwartaalcijfers over de periode 2007:K4-2011:K4. Voor die ondernemingen, dus op micro-niveau, zijn de deelnemingen op marktwaarde gebracht. De gevonden procentuele aanpassingen van deelnemingen zijn vervolgens gebruikt om ook aanpassingen te schatten voor deelnemingen van niet individueel geanalyseerde ondernemingen.

4 Uitkomsten: Nederland rijker dan bij gebruikelijke bepaling netto extern vermogen

Het op marktwaarde brengen van deelnemingen heeft voor zowel de buitenlandse activa als voor de buitenlandse passiva van Nederland grote gevolgen. Hoewel de aanpassingen in de loop van de onderzochte periode sterk uiteenlopen, leiden ze in elk kwartaal tot een substantiële verhoging van zowel uitgaande als inkomende deelnemingen (grafiek 4).

Grafiek 4 Deelnemingen van Nederlandse bedrijven voor/na verhoging tot marktwaarde (EUR mrd)

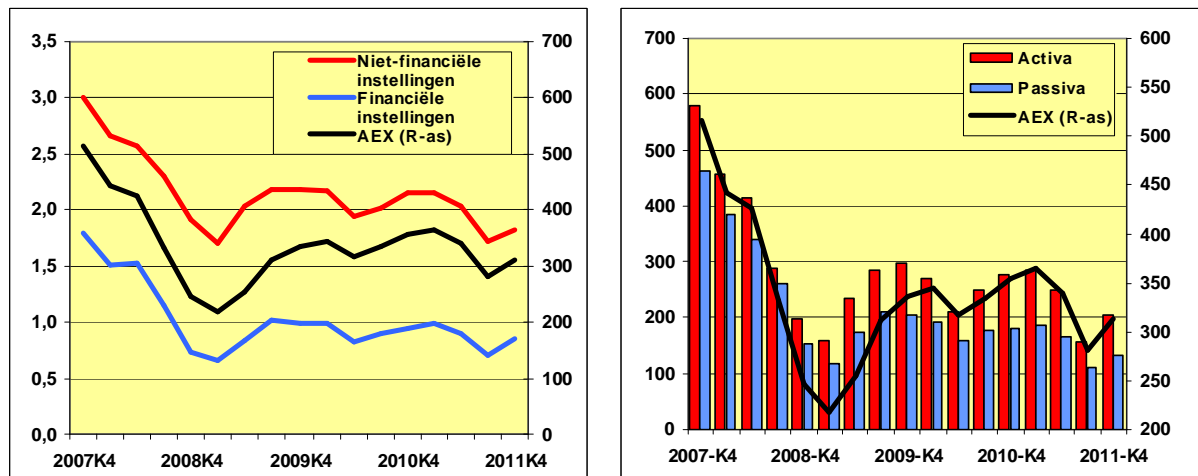


Gerekend in euro's ondergaan de uitgaande deelnemingen meestal de grootste aanpassingen. In het vierde kwartaal van 2007 bedroegen die ruim EUR 580 miljard. Op de balans van Nederland zouden bij een opwaardering van deelnemingen naar marktwaarde vooral de activa stijgen. De effecten op het netto externe vermogen zijn doorgaans eveneens aanzienlijk; in het eerste kwartaal van 2011 zou ons netto buitenlandse bezit maar liefst EUR 100 miljard hoger uitvallen bij waardering van deelnemingen tegen marktwaarde in plaats van boekwaarde.

Waardering tegen marktwaarde heeft ook gevolgen voor het beloop van het netto externe vermogen. De onderzoeksperiode 2007:K4-2011:K4 omvat een turbulente periode. Tijdens de financiële crisis viel door dalende beurskoersen de marktwaarde van het eigen vermogen van de onderzochte niet-financiële instellingen terug naar een dieptepunt van gemiddeld 1,7 maal de boekwaarde (grafiek 5a). Nog groter was de terugval voor financiële instellingen, waarvan de marktwaarde tijdelijk daalde tot slechts tweederde van de boekwaarde (met als gevolg ook een negatieve value gap).

Grafiek 5 – Samenhang tussen AEX en aanpassingen van deelnemingen

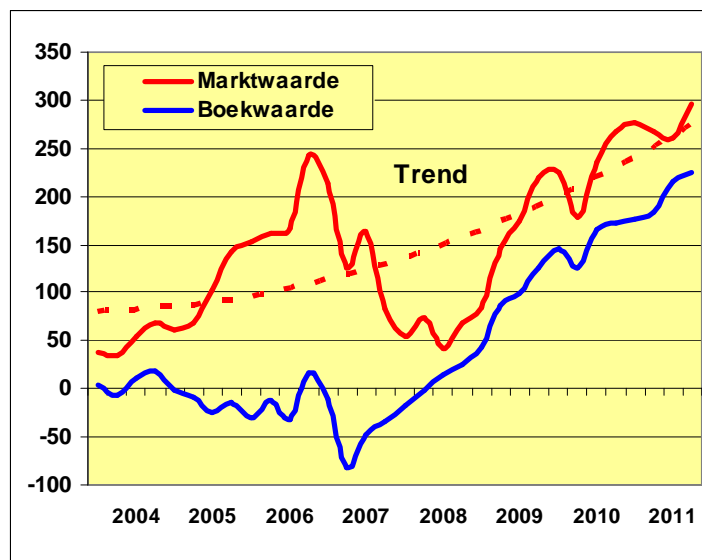
a) Verhouding tussen markt- en boekwaarde b) Aanpassing van deelnemingen (EUR mrd)



Naast de ratio's marktwaarde/boekwaarde (grafiek 5a) vertonen ook de aanpassingen van de deelnemingen zowel gerekend in euro's als in procenten een nauwe samenhang met het beloop van de AEX (grafiek 5b). Dit significante verband is daarom gebruikt om ook voor eerdere kwartalen buiten de periode 2007:K4-2011:K4 verschillen te schatten tussen markt- en boekwaarde, zonder eerst value gaps voor individuele ondernemingen in de drie onderscheiden groepen te berekenen.⁷ Daarmee is vervolgens ook het netto externe vermogen terugerekend tot 2004:K1.

Grafiek 6 Netto extern vermogen van Nederland

Deelnemingen tegen boekwaarde versus marktwaarde (EUR mrd)

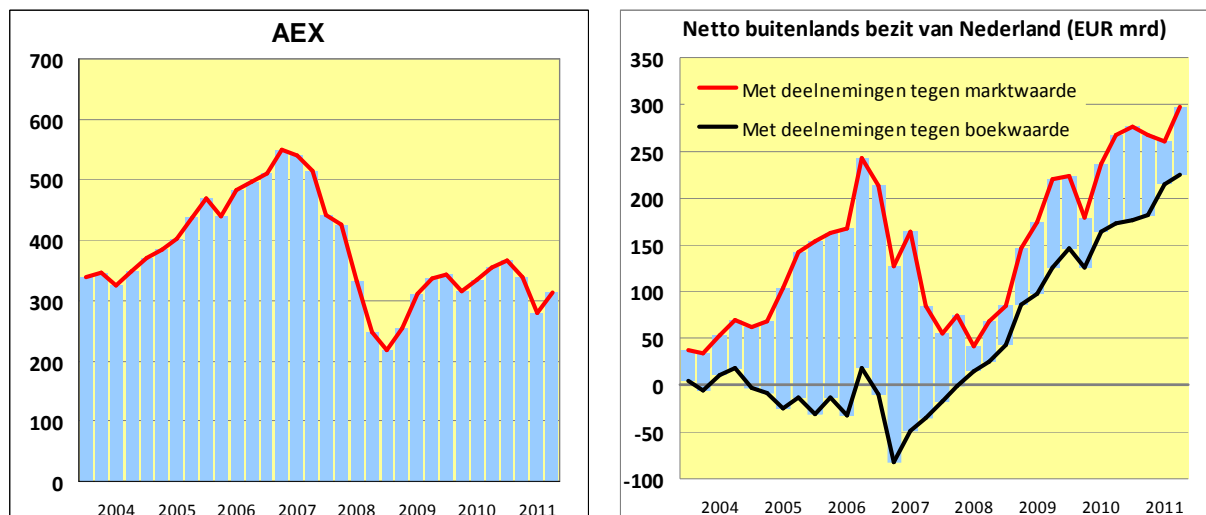


⁷ Voor uitgaande en inkomende deelnemingen afzonderlijk is een lineair verband geschat tussen mutaties van de AEX (verklarende variabele) en van de verhouding tussen markt- en boekwaarde (afhankelijke variabele).

In de periode 2004-2011 nam het netto externe vermogen *tegen boekwaarde* de eerste jaren niet toe, ondanks aanhoudende lopende rekeningoverschotten (grafiek 6). Tot in 2007 weerspiegelde dat negatieve effecten van prijs-, wisselkoers- en overige mutaties, in het bijzonder bij items in het externe vermogen die gevoelig zijn voor veranderingen in het beursklimaat. Dat deze effecten zich konden manifesteren kwam doordat tegen boekwaarde meegetelde deelnemingen *niet* met “de markt” konden meebewegen. Als gevolg hiervan dwaalde het netto externe vermogen (tegen boekwaarde) tijdelijk aanzienlijk af van de trend. Bij een waardering tegen marktwaarde daarentegen laat het netto extern vermogen weer duidelijker een opwaartse trend zien die in lijn is met de lopende rekeningoverschotten van de betreffende periode.

Zolang de AEX grote opwaartse en neerwaartse bewegingen vertoont maar uitsluitend gerekend wordt met deelnemingen tegen boekwaarde, kan dus van tijd tot tijd een grote kloof bestaan tussen het beloop van het netto externe vermogen tegen marktwaarde en dat tegen boekwaarde (grafiek 7). Om die reden publiceert DNB vanaf heden op haar website ook cijfers over het netto externe vermogen waarin deelnemingen zijn meegeteld tegen marktwaarde.

Grafiek 7 AEX en vertekening van het netto externe vermogen



5 Conclusie

Geconcludeerd kan worden dat bij een waardering van uitgaande en inkomende deelnemingen tegen markt- in plaats van boekwaarde het netto extern vermogen van Nederland vaak aanzienlijk hoger uitvalt. Het verschil kwam in de periode 2004:K1-2011:K4 herhaaldelijk boven de EUR 100 miljard, soms zelfs EUR 200 miljard uit. Eind 2011 bedroeg het netto externe vermogen tegen marktwaarde EUR 300 miljard. Dat was een derde meer dan bij waardering van deelnemingen tegen boekwaarde. Zowel inkomende als uitgaande deelnemingen blijken meestal significant te worden onderschat bij waardering ervan tegen boekwaarde. Die laatste manier van waarderen leidt bovendien tot fluctuaties van het netto externe vermogen met een louter statistisch karakter. De bruikbaarheid van de huidige statistieken over het externe vermogen kan dus worden vergroot door gebruikers naast de cijfers volgens de standaardopstelling ook cijfers te teven van het netto extern vermogen van Nederland tegen marktwaarde. Meer inzicht hierin is temeer van belang daar lopende rekening en extern vermogen een belangrijke rol gaan spelen in de de zogeheten Excessive Imbalances Procedure, afspraken die Europese landen recentelijk hebben gemaakt om macro-economische onevenwichtigheden beter te kunnen monitoren en voorkomen.